



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

EUROSYSTEM

# Biuletyn Ekonomiczny

## Przegląd sytuacji finansowo-gospodarczej

Nr 8 / 2025



„Biuletyn Ekonomiczny” jest publikowany dwa tygodnie po każdym posiedzeniu Rady Prezesów EBC dotyczącym polityki pieniężnej (osiem wydań w roku). Narodowy Bank Polski – tak jak pozostałe banki centralne państw UE spoza strefy euro – zamieszcza tłumaczenia rozdziału przeglądowego z czterech wydań „Biuletynu Ekonomicznego” (z marca, czerwca, września i grudnia). Pełne wersje „Biuletynów Ekonomicznych” są dostępne w języku angielskim na stronie:

<http://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/index.en.html>.

© Europejski Bank Centralny, 2026

Adres do korespondencji 60640 Frankfurt am Main, Niemcy  
Telefon +49 69 1344 0  
Internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Wszelkie prawa zastrzeżone. Zezwala się na wykorzystywanie materiałów zawartych w Biuletynie do celów edukacyjnych i niekomercyjnych pod warunkiem podania źródła.

Biuletyn został przygotowany pod kontrolą Zarządu EBC.

Dane statystyczne zamieszczone w Biuletynie – stan na 17 grudnia 2025

ISSN 2363-362X (pdf)

Nr katalog. UE: QB-BQ-25-004-PL-N (pdf)

# Sytuacja gospodarcza, finansowa i monetarna

## Synteza

Na posiedzeniu w dniu 18 grudnia 2025 Rada Prezesów postanowiła pozostawić trzy podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Jej aktualna ocena ponownie potwierdziła, że inflacja powinna się ustabilizować na docelowym poziomie 2% w średnim okresie.

W projekcjach makroekonomicznych ekspertów Eurosystemu dla strefy euro z grudnia 2025 przewiduje się, że inflacja ogółem wyniesie średnio 2,1% w 2025, 1,9% w 2026, 1,8% w 2027 i 2,0% w 2028. Inflacja z wyłączeniem cen energii i żywności według tych projekcji wyniesie średnio 2,4% w 2025, 2,2% w 2026, 1,9% w 2027 i 2,0% w 2028. Inflację na 2026 zrewidowano w górę, głównie dlatego że obecnie przewidywane jest wolniejsze tempo spadku inflacji cen usług. Oczekuje się, że wzrost gospodarczy będzie silniejszy niż w projekcjach makroekonomicznych ekspertów EBC dla strefy euro z września 2025, zwłaszcza pod wpływem popytu wewnętrznego. Wzrost gospodarczy na 2025 został zrewidowany w górę do 1,4%, na 2026 – do 1,2%, a na 2027 – do 1,4%. W 2028 ma pozostać na poziomie 1,4%.

Rada Prezesów jest zdeterminowana w dążeniu do tego, by inflacja ustabilizowała się na docelowym poziomie 2% w średnim okresie. Rada Prezesów będzie ustalać odpowiednie nastawienie polityki pieniężnej na podstawie danych i na bieżąco, z posiedzenia na posiedzenie. W szczególności decyzje Rady Prezesów dotyczące stóp procentowych będą uwzględniać jej ocenę perspektyw inflacji i odnośnych czynników ryzyka, w świetle napływających danych gospodarczych i finansowych, a także dynamiki inflacji bazowej i siły transmisji polityki pieniężnej. Rada Prezesów nie deklaruje z góry określonej ścieżki stóp.

## Aktywność gospodarcza

Gospodarka wykazuje odporność. Wzrost gospodarczy w trzecim kwartale 2025 wyniósł 0,3% – odzwierciedlał głównie zwiększone inwestycje i spożycie. Eksport także się zwiększył, w czym znaczący udział miała branża chemiczna. W sektorowej strukturze wzrostu dominowały usługi, zwłaszcza sektor informacji i komunikacji, natomiast aktywność w przemyśle i budownictwie pozostała bez zmian. Ten model wzrostu napędzanego przez usługi prawdopodobnie się utrzyma w najbliższym okresie.

Gospodarce sprzyja dobra sytuacja na rynku pracy. Bezrobocie, które w październiku 2025 wynosiło 6,4%, jest blisko rekordowo niskiego poziomu,

a zatrudnienie w trzecim kwartale wzrosło o 0,2%. Jednocześnie popyt na pracę dalej się osłabił: wskaźnik wolnych miejsc pracy jest na najniższym poziomie od czasu pandemii COVID19.

Motorem wzrostu gospodarczego w strefie euro ma pozostać popyt wewnętrzny, wzmocniony przez rosnące płace realne i zatrudnienie, przy odpornym rynku pracy i rekordowo niskiej stopie bezrobocia. Oczekuje się, że gospodarkę strefy euro będą też wspierać ogłoszone w 2025 dodatkowe wydatki publiczne na infrastrukturę i obronność, zwłaszcza w Niemczech, oraz poprawa warunków finansowania wynikająca z obniżek stóp procentowych wprowadzonych od czerwca 2024. Jeśli chodzi o czynniki zewnętrzne, utrzymują się wprawdzie wyzwania w zakresie konkurencyjności, w tym pewne problemy o charakterze strukturalnym, ale według oczekiwań eksport w 2026 wzrośnie. Ta poprawa ma wynikać z odbicia popytu zewnętrznego w obliczu spadku niepewności związanej z polityką handlową, mimo stopniowo uwidaczniającego się wpływu wyższych ceł. Przewiduje się, że średnioroczna dynamika realnego PKB wyniesie 1,4% w 2025, 1,2% w 2026, 1,4% w 2027 i 1,4% w 2028. W porównaniu z projekcjami z września 2025 dynamika PKB w całym horyzoncie projekcji została zrewidowana w górę w związku z lepszymi, niż oczekiwano, danymi, mniejszą niepewnością co do polityki handlowej, silniejszym popytem zewnętrznym i niższymi cenami surowców energetycznych.

Rada Prezesów podkreśla, że w obecnej sytuacji geopolitycznej należy pilnie wzmocnić strefę euro i jej gospodarkę. Z zadowoleniem odnotowuje wezwanie Komisji Europejskiej, by rządy priorytetowo potraktowały trwałą stabilność finansów publicznych, inwestycje strategiczne i pro wzrostowe reformy strukturalne. Konieczne jest pełne wykorzystanie potencjału rynku wewnętrznego. Należy także wspierać dalszą integrację rynków kapitałowych – poprzez ukończenie budowy unii oszczędności i inwestycji oraz unii bankowej zgodnie z ambitnym harmonogramem – a także szybko przyjąć rozporządzenie w sprawie ustanowienia cyfrowego euro.

## Inflacja

Roczna inflacja w strefie euro (mierzona zharmonizowanym wskaźnikiem cen konsumpcyjnych – HICP), która od wiosny kształtuje się w wąskim przedziale, w listopadzie nadal była równa 2,1%. Ceny energii – po dużym spadku w październiku 2025 – były o 0,5% niższe niż w listopadzie poprzedniego roku. Inflacja cen żywności wynosiła 2,4%, w porównaniu z 2,5% w październiku i 3,0% we wrześniu. Inflacja z wyłączeniem cen energii i żywności pozostała na niezmiennym poziomie 2,4%, ponieważ ceny towarów i ceny usług poruszały się w przeciwnych kierunkach. Inflacja cen towarów obniżyła się z 0,8% we wrześniu i 0,6% w październiku do 0,5% w listopadzie. Z kolei inflacja cen usług wzrosła z 3,2% we wrześniu do 3,4% w październiku i 3,5% w listopadzie.

Wskaźniki inflacji bazowej w ostatnich miesiącach nie zmieniły się istotnie i pozostają zgodne ze średniookresowym celem Rady Prezesów wynoszącym 2%.

Podczas gdy dynamika zysków jednostkowych w trzecim kwartale 2025 pozostała bez zmian, jednostkowe koszty pracy rosły nieco szybciej niż w drugim kwartale. Roczna dynamika przeciętnego wynagrodzenia wynosiła 4,0%, czyli powyżej przewidywań z projekcji ekspertów z września 2025, z powodu płatności przekraczających płace negocjowane. Ze wskaźników prognostycznych – takich jak rezultaty badań ankietowych dotyczących oczekiwań płacowych i dane z narzędzia EBC do monitorowania płac – wynika, że tempo wzrostu płac w nadchodzących kwartałach będzie się zmniejszać, a pod koniec 2026 ustabilizuje się nieco poniżej 3%.

Większość miar długookresowych oczekiwań inflacyjnych wciąż wynosi około 2%, co sprzyja ustabilizowaniu się inflacji na poziomie zbliżonym do celu Rady Prezesów. Inflacja według projekcji spadnie z 2,1% w 2025 do 1,9% w 2026, a następnie do 1,8% w 2027, po czym w 2028 wzrośnie do poziomu średniookresowego celu Rady Prezesów wynoszącego 2%. Oczekiwany spadek inflacji ogółem na początku 2026 jest odzwierciedleniem ujemnego efektu bazy wynikającego z cen energii, podczas gdy inflacja składowych nieenergetycznych powinna dalej słabnąć przez cały 2026. Według przewidywań kontrybucja inflacji cen energii do inflacji ogółem pozostanie niewielka aż do ostatnich miesięcy 2027, po czym wyraźnie się zwiększy w 2028 w związku z oczekiwanym wdrożeniem unijnego systemu handlu uprawnieniami do emisji 2 (ETS2), którego wzrostowe oddziaływanie na inflację ogółem wyniesie 0,2 pkt proc. Oczekuje się, że inflacja HICP z wyłączeniem cen energii spadnie z 2,5% w 2025 do 2,2% w 2026 i 2,0% w latach 2027 i 2028. Inflacja cen żywności według projekcji znacznie się obniży z powodu słabnięcia wpływu wcześniejszego wzrostu cen surowców żywnościowych na świecie i niekorzystnych warunków pogodowych w okresie letnim, a od końca 2026 ustabilizuje się na poziomie nieco powyżej 2%. Inflacja HICP z wyłączeniem cen energii i żywności ma się zmniejszać – z 2,4% w 2025 do 2,0% w 2028 – w miarę jak inflacja cen usług będzie słabnąć przy ustępowaniu presji związanej z kosztami pracy, a wcześniejsza aprecjacja euro oddziaływać w łańcuchu cenowym i ograniczać inflację cen towarów. Dynamika płac w 2026 powinna nadal się obniżać, a następnie ustabilizować się na poziomie około 3%, czemu sprzyjać będzie odporność rynku pracy i wzrost produktywności wynoszący nieco poniżej 1%. Dynamika jednostkowych kosztów pracy według oczekiwań będzie się obniżać, choć odnośny wpływ na inflację ma być częściowo równoważony przez stopniowy wzrost marż zysku w horyzoncie projekcji.

W porównaniu z projekcjami z września 2025 perspektywy inflacji HICP ogółem na 2026 zrewidowano w górę o 0,2 pkt proc., co wynika z niedawnych niespodziewanych danych dotyczących inflacji HICP i wzrostu płac. Dane o dynamice płac doprowadziły do znacznej rewizji w górę perspektyw płac. Projekcja inflacji HICP na 2027 została zrewidowana nieco w dół. Jest to spowodowane zakładaną niższą kontrybucją inflacji cen energii, ponieważ wdrożenie systemu ETS2 ma zostać przełożone z 2027 na 2028. Tę kontrybucję powinna jednak częściowo zrównoważyć wyższa inflacja cen usług.

## Ocena ryzyka

Napięcia handlowe zostały wprowadzone, ale utrzymująca się zmienność otoczenia międzynarodowego może powodować zakłócenia łańcuchów dostaw, tłumić eksport oraz odbijać się na spożyciu i inwestycjach. Spadek nastrojów na światowych rynkach finansowych może doprowadzić do zaostrzenia warunków finansowania, większej niechęci do podejmowania ryzyka i osłabienia wzrostu gospodarczego. Poważnym źródłem niepewności pozostają napięcia geopolityczne, zwłaszcza związane z nieuzasadnioną wojną Rosji przeciwko Ukrainie. Natomiast czynnikami skutkującymi silniejszym wzrostem, niż się przewiduje, mogą być planowane wydatki na obronność i infrastrukturę oraz reformy służące zwiększeniu produktywności. Poprawa zaufania przedsiębiorców może pobudzić inwestycje prywatne.

Perspektywy inflacji nadal są bardziej niepewne niż zazwyczaj z powodu utrzymującej się zmienności otoczenia międzynarodowego. Inflacja może się okazać niższa, jeśli wzrost cen w USA doprowadzi do osłabienia popytu na eksport strefy euro i kraje z nadwyżką mocy produkcyjnych zwiększą swój eksport do strefy euro. Ponadto mocniejsze euro może spowodować, że inflacja zejdzie poniżej oczekiwanego poziomu. Większa zmienność i niechęć do podejmowania ryzyka na rynkach finansowych mogą się odbić na popycie, a przez to skutkować także niższą inflacją. Z kolei inflacja może okazać się wyższa, jeśli większa fragmentacja globalnych łańcuchów dostaw doprowadziłaby do podbicia cen importu, zmniejszenia dostaw surowców krytycznych i dodatkowego ograniczenia mocy produkcyjnych w gospodarce strefy euro. Wolniejsze zmniejszanie presji płacowej może opóźnić spadek inflacji cen usług. Na wzrost inflacji w średnim okresie może także wpłynąć zwiększanie wydatków na obronność i infrastrukturę. Ekstremalne zdarzenia pogodowe i – ogólnie – coraz bardziej widoczne przejawy kryzysu klimatycznego i przyrodniczego mogą skutkować większym, niż się przewiduje, wzrostem cen żywności.

## Warunki finansowe i monetarne

Od czasu ostatniego posiedzenia Rady Prezesów w sprawie polityki pieniężnej z 30 października 2025 rynkowe stopy procentowe wzrosły. Oprocentowanie kredytów bankowych dla firm – po spadku wskutek wprowadzonych przez Radę Prezesów obniżek podstawowych stóp procentowych w poprzednim roku – od miesięcy letnich jest zasadniczo stabilne. W październiku, podobnie jak we wrześniu, wynosiło 3,5%. Koszt emisji długu rynkowego był równy 3,4%, także blisko poziomu z września. Średnie oprocentowanie nowych kredytów hipotecznych ponownie się nie zmieniło i w październiku wynosiło 3,3%.

Roczna dynamika kredytów bankowych dla firm w październiku – podobnie jak we wrześniu – była równa 2,9%. Dynamika emisji obligacji przedsiębiorstw



także zasadniczo się nie zmieniała i wynosiła 3,2%. Zwiększyła się dynamika kredytów hipotecznych, do 2,8%, w porównaniu z 2,6% we wrześniu.

Rada Prezesów, zgodnie ze strategią polityki pieniężnej EBC, gruntownie oceniła powiązania między polityką pieniężną a stabilnością finansową. Banki w strefie euro są odporne dzięki solidnym współczynnikom kapitałowym i płynnościowym, dobrej jakości aktywów i wysokiej rentowności. Natomiast niepewność geopolityczna i możliwość nagłej korekty wycen na światowych rynkach finansowych są zagrożeniami dla stabilności finansowej w strefie euro. Pierwszą linią obrony przed narastaniem podatności na ryzyko finansowe pozostaje polityka makroostrożnościowa, która przyczynia się do zwiększenia odporności i ochrony przestrzeni makroostrożnościowej.

## Decyzje w sprawie polityki pieniężnej

Stopy procentowe depozytu w banku centralnym, podstawowych operacji refinansujących i kredytu w banku centralnym pozostały na niezmiennych poziomach, odpowiednio: 2,00%, 2,15% i 2,40%.

Portfele programu skupu aktywów i nadzwyczajnego programu zakupów w czasie pandemii są zmniejszane w określonym i przewidywalnym tempie, ponieważ Eurosystem nie reinwestuje już spłat kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych.

## Podsumowanie

Na posiedzeniu w dniu 18 grudnia 2025 Rada Prezesów postanowiła pozostawić trzy podstawowe stopy procentowe EBC bez zmian. Jest zdeterminowana w dążeniu do tego, by inflacja ustabilizowała się na docelowym poziomie 2% w średnim okresie. Rada Prezesów będzie ustalać odpowiednie nastawienie polityki pieniężnej na podstawie danych i na bieżąco, z posiedzenia na posiedzenie. Decyzje Rady Prezesów dotyczące stóp procentowych będą uwzględniać jej ocenę perspektyw inflacji i odnośnych czynników ryzyka, w świetle napływających danych gospodarczych i finansowych, a także dynamiki inflacji bazowej i siły transmisji polityki pieniężnej. Rada Prezesów nie deklaruje z góry określonej ścieżki stóp.

Niezależnie od sytuacji Rada Prezesów jest gotowa odpowiednio dostosowywać wszystkie instrumenty w ramach swojego mandatu, by doprowadzić do trwałego ustabilizowania się inflacji na średniookresowym docelowym poziomie i utrzymać płynną transmisję polityki pieniężnej.